

## Gab es Überinvestitionen im Vorfeld der Großen Depression?

Grömling, Michael

Veröffentlichungsversion / Published Version  
Zeitschriftenartikel / journal article

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:  
GESIS - Leibniz-Institut für Sozialwissenschaften

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Grömling, M. (2009). Gab es Überinvestitionen im Vorfeld der Großen Depression? *Historical Social Research*, 34(4), 402-418. <https://doi.org/10.12759/hsr.34.2009.4.402-418>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY Lizenz (Namensnennung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>

### Terms of use:

This document is made available under a CC BY Licence (Attribution). For more Information see:  
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0>

# Gab es Überinvestitionen im Vorfeld der Großen Depression?

*Michael Grömling*\*

**Abstract:** »*Overinvestment in the Run-up of the Great Depression?*«. After a brief survey of the relationship between investment and business cycles the article analyzes whether there was macro-economic overinvestment in the second half of the 1920s in the U.S. and in Germany. Based on different indicators no empirical evidence for excessive investment in machinery and equipment as well as in buildings in the wake of the Great Depression is found.

**Keywords:** Great Depression, Business Cycle Theory, Overinvestment Theory, Savings/Investment, National Accounting.

## 1. Einleitung

Viele Volkswirtschaften befinden sich derzeit in großen realwirtschaftlichen Verwerfungen, die oftmals auch mit der Großen Depression in den späten 1920er- und frühen 1930er-Jahren verglichen werden. Im Vorfeld von Deflations-Depressionsspiralen waren häufig Spekulationsblasen und im weiteren Verlauf Banken Krisen zu beobachten (Bordo/Filardo, 2005). Diese werden auch im Zusammenhang mit einer zu starken realwirtschaftlichen Investitionstätigkeit oder einer sogenannten Überinvestition diskutiert: „Excess investment was the key ingredient that brought the 1920s boom to an end and condemned the economy to a significant downturn, with an effect that was significantly magnified by the stock market bubble“ (Gordon, 2005, S. 11). Dazu gibt es eine Reihe von theoretischen Ansätzen, die Konjunkturschwankungen im Allgemeinen mit starken Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit erklären. Investitionen sind generell die Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mit den größten Schwankungen.

Bevor empirisch überprüft wird, ob im Vorfeld der Großen Depression Ende der 1920er-Jahre in den USA und Deutschland eine überaus starke realwirtschaftliche Investitionstätigkeit oder sogar eine Überinvestition stattgefunden hat, werden kurz einige theoretische Zusammenhänge von Investitionen und Konjunkturschwankungen dargestellt. Dazu sind noch folgende Vorbemerkungen zu machen: Im Weiteren erfolgt kein Überblick über die vielfältigen Erklärungen der Großen Depression (siehe hierzu zum Beispiel die Beiträge von

---

\* Address all communications to: Michael Grömling, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln, Germany; e-mail: [groemling@iwkoeln.de](mailto:groemling@iwkoeln.de)  
Der Autor dankt Prof. Dr. Rainer Metz für wertvolle Hinweise.

Kindleberger, 1973; Temin, 1989; Romer, 1993; Bernanke, 1995; Ritschl, 2002; Sandilands, 2002; Bordo/Filardo, 2005). Es wird auch nicht untersucht, ob es im Vorfeld der Großen Depression zu Spekulationsblasen kam, sondern vielmehr, ob es auf der realwirtschaftlichen Ebene eine übermäßig starke Investitionstätigkeit gab, die dann sicherlich im Zusammenhang mit Spekulationsblasen diskutiert werden kann. Es erfolgt auch kein umfassender Überblick über die vielfältigen Konjunkturtheorien (siehe zum Beispiel Zarnowitz, 1985; Maußner, 1994; Metz, 2004).

## 2. Investitionen und Konjunkturschwankungen

Konjunkturzyklen weisen keine Regelmäßigkeiten wie die Meereszeiten auf, sondern sie werden hier als das Ergebnis von exogenen Schocks und endogenen Verstärkungen verstanden, die unregelmäßig auftreten und unterschiedliche Ursachen haben (siehe auch Metz, 2004, S. 234). Bei den Schocks können im Prinzip drei Arten unterschieden werden (Sachs/Larrain, 1995, S. 680): (1) Angebotsschocks, die unmittelbar die Angebotsseite einer Volkswirtschaft tangieren. Dazu gehören technischer Fortschritt oder Ressourcenschocks. (2) Nachfrageschocks, in deren Folge sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verändert. Dies ist zum Beispiel der Fall bei Wechselkursschocks oder starken Erwartungsänderungen. (3) Politikchocks, die sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite beeinflussen können. Hier stehen geld- und fiskalpolitische Maßnahmen im Vordergrund.

Konjunkturschwankungen können auftreten, weil exogene Schocks ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht stören. Diese sogenannten anstoßorientierten Konjunkturtheorien betrachten das privatwirtschaftliche Wirtschaftsleben grundsätzlich als stabil und sehen die Ursachen von Zyklen in teils zufälligen und exogen ausgelösten Schocks. Dagegen erklären endogene oder fortpflanzungsorientierte Konjunkturansätze die Schwankungen aus der inneren Dynamik einer Volkswirtschaft. Im Folgenden werden mehrere Ansätze vorgestellt, bei denen die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit als Erklärung von Konjunkturschwankungen im Mittelpunkt steht.

### a. Kreditangebotstheorie von Hawtrey

Investitionen als Teil der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hatten zunächst eine hohe Bedeutung in der monetären Erklärung des Konjunkturzyklus durch Hawtrey (1913). Dieser monetäre Ansatz fokussiert auf den Zusammenhang von Bank- und Kreditsystem, Investitionen und Konjunkturschwankungen (Haberler, 1937, S. 15 ff.; Vosgerau, 1978, S. 487). Während eines Aufschwungs kommt es aufgrund von niedrigen Kreditzinsen der Banken und des aufkommenden Optimismus zu einer erhöhten Kreditnachfrage und stärkeren Investitionstätigkeit, was so lange kein Problem darstellt, wie die Banken über

ausreichend Reserven verfügen. Die steigende Produktion und die damit verbundene Steigerung der Kreditnachfrage verschlechtern zunehmend die Liquidität der Banken. Vor allem während des Goldstandards konnte die Zentralbank nur noch begrenzt Geld zur Verfügung stellen, was schließlich die Kreditvergabe der Banken reduzierte. Durch diesen „credit crunch“ wird die Investitionstätigkeit eingeschränkt, und es kommt zu einem Abschwung. Hawtrey sieht den Grund für die den Aufschwung tragende Investitionstätigkeit durch die expansive Kreditgewährung der Banken und den folgenden Abschwung in monetären Restriktionen seitens der Banken.

Modernere Versionen zur Kreditangebotstheorie erweitern den Zusammenhang von finanziellem und realem Konjunkturzyklus (Naggl, 1999, S. 76 ff.). Sinai (1976) geht davon aus, dass im beginnenden Aufschwung die Wirtschaftssubjekte über reichlich Liquidität verfügen – aus den verfügbaren Einkommen der Haushalte, dem Cashflow der Unternehmen und den Steuereinnahmen des Staates. Kredite werden von den Banken zu günstigen Konditionen angeboten – da auch die Notwendigkeit zur externen Finanzierung für die privaten Wirtschaftssubjekte noch gering ist. Mit zunehmender wirtschaftlicher Expansion – geprägt durch eine rege Investitionstätigkeit – kommt es zu einer zunehmenden Verknappung liquider Mittel, und auch die Verschuldung steigt. Im Boom übersteigt die Kreditnachfrage die Fähigkeit des Bankensystems, Kredite bei niedrigen Zinsen zu schöpfen. Die Zinsen steigen dadurch verstärkt, weil die Zentralbank wegen gestiegener Inflationsrisiken auf einen restriktiven Kurs einschwenkt. Vor diesem Hintergrund in Kombination mit einem hohen Verschuldungsgrad wird die Investitionstätigkeit mehr und mehr eingeschränkt, was den konjunkturellen Abschwung auslöst.

#### b. Monetäre Überinvestitionstheorien

Als Hauptvertreter der monetären Überinvestitionstheorie gelten Wicksell (1898) und Hayek (1932), für einen Überblick siehe Haberler (1937, S. 29 ff.) und Metz (2004, S. 236 ff.). Zu einem von Investitionen getragenen Aufschwung kommt es, weil der Geldzins der Banken unter dem sogenannten „natürlichen Zins“ liegt. Der natürliche Zins kann als Gleichgewichtszins verstanden werden, der das Angebot an Ersparnissen und die Kapitalnachfrage für Investitionen ausgleicht. Bei einer Überinvestition wachsen die Investitionen stärker als das Sparangebot. Damit entsteht aber auch eine sektorale Verzerrung – also eine Expansion der Investitionsgüterindustrie und ein relatives Zurückbleiben der Konsumgüterindustrien. Dieses Missverhältnis zwischen Investitionen und Sparangebot sowie die verzerrte Produktionsstruktur von Investitionsgütern und Konsumgütern führt schließlich zu steigenden Geldzinsen. Damit wird eine Reihe von Investitionen, die aufgrund des niedrigen Geldzinses getätigt wurden, unrentabel. Es setzt schließlich ein Rückgang der Investitionstätigkeit ein, der so lange anhält, bis die Produktionsverzerrungen

und die durch die Überinvestitionen entstandenen Überkapazitäten beseitigt sind. Dadurch kommen auch Kapitalangebot und Kapitalnachfrage wieder zum Ausgleich. Metz (2004, S. 237 f.) verweist darauf, dass sich die Entwicklung der Konjunkturtheorie bis zur Weltwirtschaftskrise im Wesentlichen auf die Überinvestitionstheorien beschränkte.

### c. Nicht-monetäre Überinvestitionstheorien

Bei den nicht-monetären Überinvestitionstheorien – etwa von Schumpeter (1939) – wird ein Konjunkturaufschwung ebenfalls durch Investitionen ausgelöst. Diese Investitionen beruhen aber nicht in erster Linie auf günstigen monetären Bedingungen, sondern sie dienen dazu, neue Märkte zu erschließen oder neue Produktionstechniken durchzusetzen. Schumpeter geht davon aus, dass die wirtschaftliche Entwicklung in Schüben verläuft. Diese werden durch grundlegende technische Neuerungen eingeleitet. Früher war dies beispielsweise die Elektrizität, in jüngster Zeit sind es die modernen Informations- und Kommunikationstechnologien (Gordon, 2005). Es hängt von den sogenannten dynamischen Unternehmern ab, diese Entdeckungen zu nutzen und daraus neue Herstellungsverfahren und neue Produkte zu schaffen. Gelingt der Durchbruch, dann ermutigt dies viele Nachahmer, und die Wirtschaft boomt. Durch den Markteintritt der Nachahmer steigt das Angebot, was zu einer Senkung der Preise und einem Anstieg der Nachfrage führt. Die Produktion der Investitionsgüterindustrie erhöht sich und lässt die Einkommen der Haushalte anwachsen, wodurch die Nachfrage nach Konsumgütern steigt. Sobald die Kapazitäten der Konsumgüterindustrie ausgelastet sind, werden weitere Produktionsmittel nachgefragt, und es kann zu einer Verstärkung des ursprünglichen Impulses kommen. Sobald die neu geschaffenen Märkte Sättigungserscheinungen zeigen und die Erwartungen der wachsenden Anzahl von Unternehmen mehr und mehr enttäuscht werden, lässt die Investitionstätigkeit in Ermangelung rentabler Investitionsprojekte nach, und es setzt der Abschwung ein.

### d. Theorie realer Konjunkturzyklen

Mit einem ähnlichen Ausgangspunkt wie der Ansatz von Schumpeter argumentieren auch die Modelle der realen Konjunkturzyklen (Kydland/Prescott, 1982; Long/Plosser, 1983). Auch hier können Investitionen eine entscheidende Rolle bei der Erzeugung von Konjunkturschwankungen spielen. Infolge von Angebotsschocks, die sich in einer Verschiebung der Produktionsfunktion niederschlagen, ändern sich vor allem die Investitionen und damit auch die gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten. Ein positiver Angebotsschock – etwa infolge einer innovativen Produktionstechnologie – führt unter bestimmten Bedingungen zu einer Veränderung der Kapitalproduktivität und zu einer deutlich ansteigenden Investitionstätigkeit (Barro/Grilli, 2003, S. 402 ff.). Diese Effekte der Modelle der Real Business Cycles ergeben sich auch in einer offenen Volkswirtschaft –

wenngleich mit Einschränkungen (Barro/Grilli, 2003, S. 410 ff.). Ein Investitionsboom in einem bestimmten Land kann dann auch durch Kapital aus dem Ausland finanziert werden, wobei sich inländische Investitionen und inländische Ersparnisse nicht mehr entsprechen müssen.

#### e. Keynesianische Konjunkturtheorien

Investitionsimpulse spielen in der keynesianischen Konjunkturerklärung eine Hauptrolle (Sachs/Larrain, 1995, S. 681 ff.) – im Zusammenhang mit der Großen Depression siehe Gordon (2005, S. 17). Dieser Erklärungsansatz gehört zu den endogenen Konjunkturtheorien. Bei Keynes (1936) hängen die Investitionsentscheidungen von den Erwartungen über die künftige Rentabilität ab. Entscheidend hierbei ist, dass diese Erwartungen als instabil angesehen werden. Diese Unbeständigkeit der Erwartungen beschreibt Keynes mit den sogenannten „animal spirits“ der Unternehmen. Damit meint er die Schwankungen zwischen Optimismus und Pessimismus hinsichtlich der Rentabilität von Investitionen. Veränderungen der „animal spirits“ führen zu Investitionsschwankungen und damit zum Auf und Ab der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Durch Rigiditäten bei Nominallöhnen (oder Preisen) übertragen sich die Nachfrageschwankungen auf Produktion und Beschäftigung. Lagerzyklen (Metzler, 1941) oder Multiplikator-Akzelerator-Effekte (Hicks, 1937; Samuelson, 1939) sind wichtige keynesianische Erklärungen dafür, dass die Investitionen endogene Konjunkturzyklen erzeugen können.

#### f. Monetaristischer Erklärungsansatz

In den monetaristischen Konjunkturtheorien kommt es zu Konjunkturschwankungen in erster Linie durch wirtschaftspolitische und dabei vor allem durch monetäre Schocks (Friedman/Schwartz, 1963). Es handelt sich hierbei um einen exogenen oder anstoßorientierten Erklärungsansatz. Investitionen spielen eine indirekte Rolle, die der Vollständigkeit halber angesprochen werden. Der privatwirtschaftliche Sektor und damit auch das Verhalten der Investoren werden als stabil angenommen. Erst durch Veränderungen der Geldmenge durch die Zentralbank kommt es zu Investitionsänderungen und zu Konjunkturschwankungen. Eine expansive Geldpolitik führt zu rückläufigen Zinsen und damit zu steigenden Investitionen. Wegen adaptiver Erwartungen wird die zukünftige Inflationsrate unterschätzt, und damit wachsen Arbeitsangebot, Produktion und die realen Ausgaben kurzfristig stärker, als es das langfristige Gleichgewicht vorsieht. Schließlich passt sich die Inflationsrate an die höhere Geldmenge an. Beschäftigung, Ausgaben und Produktion gehen – bei einer höheren Inflationsrate – wieder auf ihren langfristigen Wert zurück. In den späteren Modellen mit rationalen Erwartungen kommt es nicht zu solchen systematischen Fehleinschätzungen der Inflationsentwicklung und auch nicht

zu den vorübergehenden stimulierenden Wirkungen einer expansiven Geldpolitik auf Investitionen.

### 3. Was sind Überinvestitionen?

Im Anschluss an diesen kurzen Abriss der theoretischen Zusammenhänge von Investitionen und Konjunkturschwankungen wird für die USA und Deutschland für die Zeit vor der Großen Depression geprüft, ob eine übermäßig starke realwirtschaftliche Investitionstätigkeit und insbesondere eine Überinvestition zu beobachten waren. Unter einer Überinvestition wird – in Anlehnung an die monetären Überinvestitionstheorien – ein markantes Auseinanderdriften von inländischen Investitionen und inländischem Sparen verstanden.

In einer offenen Volkswirtschaft geht ein Investitionsüberschuss oder eine Ersparnislücke mit einem Leistungsbilanzdefizit oder dem spiegelbildlichen Kapitalbilanzüberschuss einher. Durch die (Netto-)Kreditaufnahme aus dem Ausland, was einem Kapitalbilanzüberschuss und einem gleichzeitigen Leistungsbilanzdefizit entspricht, müssen sich inländisches Sparen und Investieren sowie Staatsausgaben und Staatseinnahmen nicht mehr entsprechen. Eine zusammengefasste und stark vereinfachte Form der Zahlungsbilanz (Abbildung 1) zeigt, dass ein Leistungsbilanzdefizit ( $X < M + r \cdot B_a^{t-1}$ ) immer mit einem Kapitalbilanzüberschuss ( $KM > KX$ ) einhergeht.

$$1) LB = X - M + r \cdot B_a^{t-1} = KX - KM$$

Wenn ein Land mehr Güter importiert als es exportiert (unter Berücksichtigung der Faktorentgelte), dann importiert dieses Land unterm Strich Kapital.

Abb. 1: Vereinfachte Form der Zahlungsbilanz

Aktivseite (Einzahlungen)	Passivseite (Auszahlungen)
Güterexporte (X)	Güterimporte ( $M + r \cdot B_a^{t-1}$ )
Kapitalimporte (KM)	
	Kapitalexporte (KX)

Die Leistungsbilanz eines Landes setzt sich vereinfachend aus der Handelsbilanz oder Primär-Leistungsbilanz ( $HB = X - M$ ) und dem Saldo der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen zusammen. Für den Leistungsbilanzsaldo folgt dann:

$$2) LB = X - M + r \cdot B_a^{t-1}$$

$B_a$  ist dabei die Nettoauslandsposition (Vermögens- oder Schuldenposition) und  $r \cdot B_a^{t-1}$  sind vereinfachend die grenzüberschreitenden Nettozinszahlungen,

wobei  $r$  einem einheitlichen Zinssatz entspricht. Außerdem enthält  $r \cdot B_a^{t-1}$  vereinfachend die grenzüberschreitenden Arbeitsentgelte.

Der Leistungsbilanzsaldo liefert nicht nur Informationen über die außenwirtschaftlichen Verhältnisse eines Landes, sondern auch wichtige Hinweise über die wirtschaftliche Situation in einem Land (Grömling, 2005). Dazu erfolgt zunächst ein Blick auf vier Identitäten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (Sachs/Larrain, 1995, S. 196 ff.; Brümmerhoff, 2007, S. 209 ff.):

$$3) Q = C + I + G + X - M$$

Gleichung 2) beschreibt die Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts (Q), das für den privaten Konsum (C), die privaten und öffentlichen Investitionen (I), den öffentlichen Konsum (G) und für die Exporte (X) verwendet werden kann. Die Importe (M) müssen abgezogen werden, weil sie in den anderen Nachfragekomponenten bereits enthalten sind.

$$4) Y = Q + r \cdot B_a^{t-1}$$

Das Bruttonationaleinkommen Y entspricht der Summe aus dem Bruttoinlandsprodukt (Q) und dem Saldo der Primäreinkommen aus der übrigen Welt ( $r \cdot B_a^{t-1}$ ).

$$5) YD = Y + TR - T$$

Das verfügbare Einkommen der gesamten Volkswirtschaft (YD) besteht aus dem Bruttonationaleinkommen abzüglich der direkten Steuern und Sozialabgaben (T) und zuzüglich der staatlichen Transfers (TR).

$$6) YD = C + S$$

Das verfügbare Einkommen wird entweder konsumiert (C) oder gespart (S). Aus diesen Gleichungen folgt zunächst:

$$7) Q + r \cdot B_a^{t-1} + TR - T = C + S$$

Gleichung 7) in 3) ergibt:  $(X - M + r \cdot B_a^{t-1}) = (S - I) + (T - G - TR)$  oder:

$$8) LB = (S - I) + (T - G - TR)$$

Gleichung 8) ist eine zentrale Gleichung zur Interpretation von Leistungsbilanzsalden. Der Leistungsbilanzsaldo ergibt sich demnach aus der Differenz von inländischem Sparen und inländischer Investition sowie aus einem Teil des staatlichen Finanzierungssaldos. Durch Kreditaufnahme aus dem Ausland



müssen sich inländisches Sparen und Investieren sowie Staatsausgaben und Staatseinnahmen nicht mehr entsprechen.

Ein hohes und vor allem ein über längere Zeit anhaltendes Leistungsbilanzdefizit kann also – sofern die Kapitalimporte nicht zur Deckung des Staatshaushaltes ( $T < G + TR$ ) verwendet werden – eine Überinvestition ( $S < I$ ) signalisieren. Die inländischen Ersparnisse haben dann über einen längeren Zeitraum nicht ausgereicht, um die Inlandsinvestitionen zu finanzieren. Für aufstrebende Volkswirtschaften mit einem (temporär) hohen Investitions- und Kapitalbedarf ist dies möglicherweise anders zu bewerten als für entwickelte Volkswirtschaften (Issing/Masuch, 1989): Dienen in aufstrebenden Volkswirtschaften ein Leistungsbilanzdefizit und der spiegelbildliche Kapitalbilanzüberschuss vorwiegend zur Finanzierung von Investitionen, dann wächst der Kapitalstock. Damit steigen die Kapitalintensität, die Arbeitsproduktivität und das Produktionspotenzial. Auslandsschulden infolge des Leistungsbilanzdefizits können dann leichter bedient werden, als wenn die Kapitalimporte in den staatlichen oder privaten Konsum fließen würden.

## 4. Überinvestitionen im Vorfeld der Großen Depression

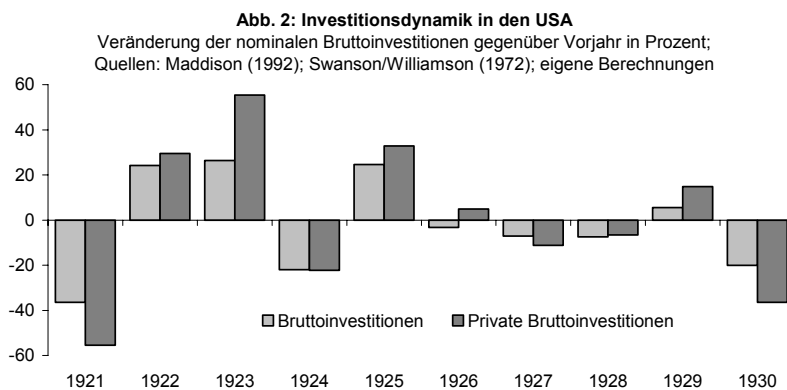
### 4.1 Gab es Überinvestitionen in den USA?

Für die USA reichen Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) des Bureau of Economic Analysis (BEA) nur bis zum Jahr 1929 zurück, und auch Rückrechnungen des U.S. Bureau of the Census (1975) liegen für die meisten VGR-Größen nur bis zum Jahr 1929 vor. Allerdings hat Maddison (1992) für eine Reihe von Ländern Investitionen und Sparen bis zum Jahr 1870 zurückgerechnet. Darüber hinaus wurden Daten von Swanson und Williamson (1972) verwendet, die hinsichtlich der Investitionsdaten auf den Arbeiten von Kuznets (1961) beruhen.

Gordon (2005), der sich für eine nicht tragfähige Phase von Überinvestitionen in den USA im Vorfeld der Großen Depression ausspricht, sieht diese im Zusammenhang mit einer starken Verbreitung von Basisinnovationen („general purpose technologies“). Die großen technologischen Verbesserungen bei der Erzeugung von Elektrizität haben die Verwendung von Elektrizität bei gleichzeitig deutlich fallenden Elektrizitätspreisen stimuliert und einen allgemeinen Investitionsboom ausgelöst. Dieser Investitionszyklus wurde außerdem von einer „Welle des Optimismus“, der Restrukturierung der Produktion weg von der Kriegsproduktion des Ersten Weltkriegs, der Verbreitung des Automobils und eines Baubooms angetrieben (Gordon, 2005, S. 21).

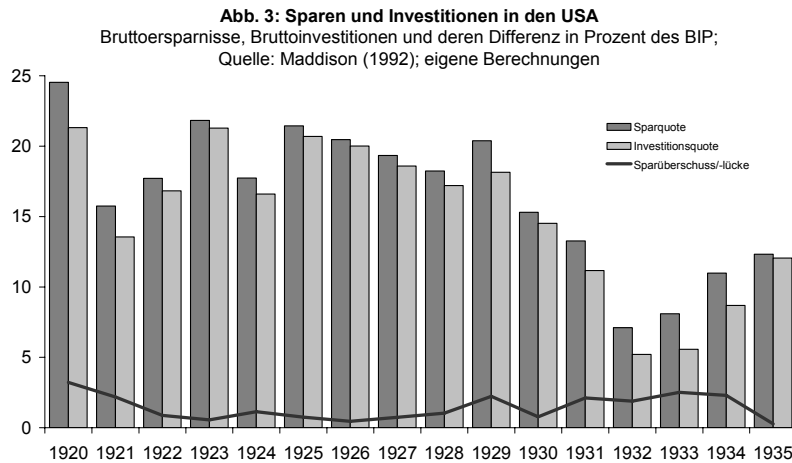
- a. Ein erster Anhaltspunkt für Überinvestitionen kann ein Blick auf die Veränderungsraten der Bruttoinvestitionen in einer Volkswirtschaft liefern. Für die USA liegen in den hier verwendeten Datenquellen keine preisbereinigten Daten vor, sodass die Veränderungen nur auf Basis von nominalen

Werten berechnet werden. Da die Inflation zumindest in den USA während dieser Zeit kein großes Problem darstellte (Gordon, 2005, S. 5), ergeben sich hierdurch keine nennenswerten Verzerrungen. Abbildung 2 zeigt für die Jahre unmittelbar vor der Großen Depression in den USA keine kräftig angestiegene realwirtschaftliche Investitionstätigkeit. Vielmehr waren die Jahre 1926 bis 1928 – zumindest beim Blick auf die privaten Investitionen – von einer rückläufigen Investitionstätigkeit geprägt. Im Gegensatz dazu war die erste Hälfte der 1920er-Jahre sowohl von starken Steigerungen als auch von deutlichen Rückgängen der Investitionen gekennzeichnet. Dies dürfte allerdings keine Rückschlüsse auf eine anhaltende Überinvestition im Vorfeld der Depression erlauben.



- b. Abbildung 3 zeigt für die Jahre 1920 bis 1935 das Bruttosparen und die Bruttoinvestitionen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) auf Basis der Rückrechnung von Maddison (1992). Für die Jahre 1925 bis 1928 waren sowohl die Investitions- als auch die Sparquote rückläufig. Die Investitionsquote sank in diesen Jahren unmittelbar vor der Krise von fast 21 auf gut 17 Prozent. Die Daten zur USA gemäß Ritschl (2002, S. 85) weisen zwar ein leicht höheres Niveau, aber keine abweichende Entwicklung der Investitionsquote auf. Abbildung 3 zeigt auch, dass im Gefolge der Großen Depression die Quote markant einbrach, wobei die Werte ab 1929 nicht mehr direkt mit denen der vorhergehenden Jahre vergleichbar sind. Die Investitionen beliefen sich im Jahr 1932 auf nur noch gut 5 Prozent des Bruttosozialprodukts (BSP). Der Zeitraum 1920 bis 1924 war dagegen von deutlichen Schwankungen der Investitionsquote geprägt (siehe auch Gordon, 2005, S. 18). Gordon (2005, S. 18 ff.) folgert, dass der Rückgang der Investitionsquote – wobei er auch die langlebigen Konsumgüter mit berücksichtigt – in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre bereits die realwirtschaftliche Anpassung

an die unterstellte vorhergehende Überinvestitionsphase in der ersten Hälfte der 1920er-Jahre darstellt.

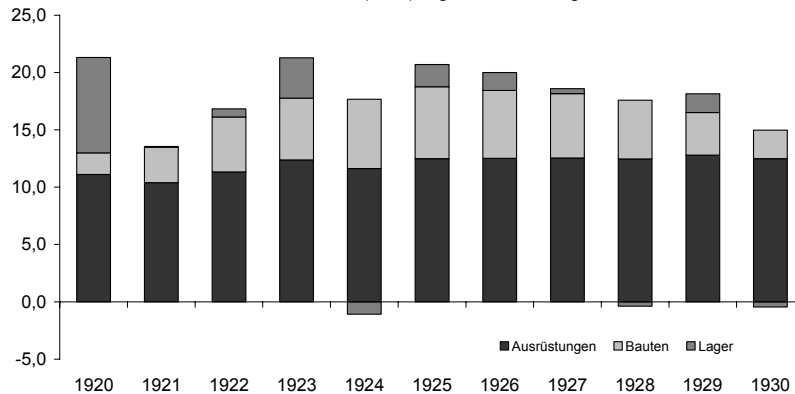


- c. Im Vorfeld der Großen Depression gab es – anders als in der ersten Hälfte der 1920er-Jahre – keine merkliche Differenz zwischen Inlandsinvestitionen und Inlandssparen in den USA (siehe auch Abbildung 3). Die Sparquote lag sogar leicht über der Investitionsquote. Im Vorfeld der Großen Depression und vor allem im Jahr 1929 bestand demnach ein gesamtwirtschaftlicher Sparüberschuss. Dementsprechend konnten die USA in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaften. Sie waren damit in dieser Zeit ein Nettokapitalexporteur. Auch dies spricht eher gegen eine Überinvestition.
- d. Die aufgeführten Daten und Argumente weisen darauf hin, dass im Vorfeld der Großen Depression in den USA keine große Divergenz von Investitionen und Sparen bestand und somit auch nicht von einer Überinvestition gesprochen werden kann. Dabei bleibt allerdings offen, ob die Investitionsstruktur in dieser Zeit markante Veränderungen aufgewiesen hat und ob in diesem Fall sektorale Überinvestitionen auftraten. Abbildung 4 zeigt, dass es auch zu keiner großen Veränderung der Investitionsstruktur in den USA kam. Dabei werden die Bruttoinvestitionen in Ausrüstungs-, Bau- und Lagerinvestitionen unterteilt.

Lässt man die im Konjunkturverlauf generell stark schwankenden Lagerinvestitionen außen vor, dann zeigen sich keine allzu großen Verschiebungen in der Investitionsstruktur. Die Lagerinvestitionen sollten bei der Analyse einer Überinvestition nicht berücksichtigt werden, weil sie keinen direkten Kapitalstock- und Kapazitätseffekt haben und damit nicht Gefahr laufen, produktionstechnische Überkapazitäten zu erzeugen. Lagerinvestitionen sind vielmehr

Güter, die im laufenden Rechnungsjahr produziert, aber nicht verkauft werden (Brümmerhoff, 2007, S. 17 und S. 97). Sie sind eher als intertemporal verschobene Endnachfrage zu interpretieren, bei der der Hauptteil auf den Konsum entfällt.

**Abb. 4: Struktur der Investitionen in den USA**  
Anteil der Investitionsarten am BIP in Prozent;  
Quelle: Maddison (1992); eigene Berechnungen



Der Anteil der Ausrüstungsinvestitionen am BSP bewegte sich im Vorfeld der Großen Depression 1925 bis 1929 zwischen 12,5 und 12,8 Prozent. Der Anteil der Bauinvestitionen war sogar deutlich rückläufig – von 6,3 Prozent im Jahr 1925 auf nur noch 3,7 Prozent im Jahr 1929. Hierzu räumt auch Gordon (2005, S. 19) ein: “Previous discussions implying an unusually high residential investment ratio in the mid-1920s are simply incorrect ...”. Die angeführten Daten widersprechen allerdings auch der Ansicht Gordons, dass es bei den Ausrüstungen zu übermäßigen Investitionen kam.

#### 4.2 Gab es Überinvestitionen in Deutschland?

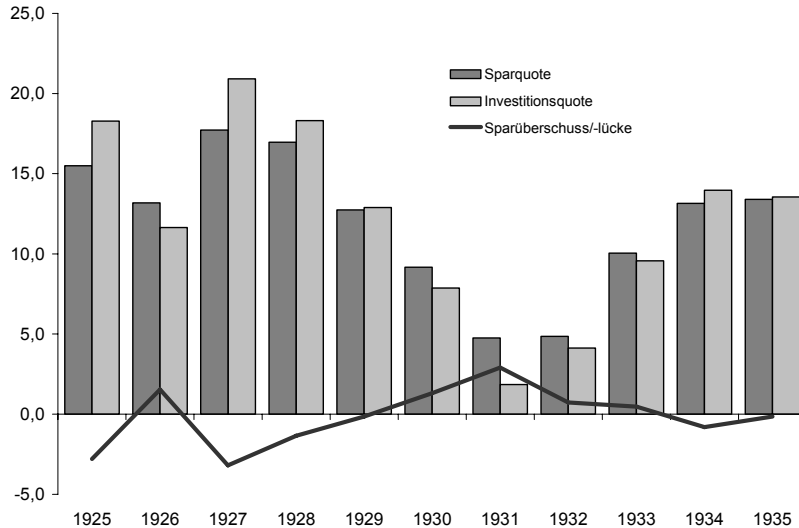
Daten für Deutschland liegen auf Basis der Berechnungen von Maddison (1992) und Ritschl (2002) erst ab 1925 vor. Ursprungsdaten zur Investitionsmessung während der Weimarer Zeit bieten die Untersuchungen von Gehrig (1961) und Hoffmann (1965). Die aktuellen und älteren Rückrechnungen des Statistischen Bundesamtes (1972) dokumentieren auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für die Zeit vor 1950 keine Angaben zur Verwendung des BSP und damit auch nicht zu den Investitionen.

Für eine Beschreibung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse in den 1920er-Jahren siehe zum Beispiel Metz (2004, S. 231 ff.). In der folgenden Darstellung wird lediglich die Investitionstätigkeit in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre beschrieben. Es werden keine Erklärungen für die Entwicklung der Investitionen in dieser Zeit vorgenommen. Dies erfolgt beispielsweise

ausführlich bei Borchardt (1979) und vor allem bei Ritschl (1994; 2002, S. 68 ff. und S. 81 ff.).

- a. Im Vorfeld der Großen Depression war beim Blick auf die Veränderungsraten der Bruttoanlageinvestitionen keine länger anhaltende und kräftige Ausweitung der Investitionstätigkeit zu beobachten. Eine erste Erholungsphase nach dem Ersten Weltkrieg – auch charakterisiert durch eine hohe Investitionstätigkeit der Industrie – brach im Jahr 1923 im Gefolge der Hyperinflation ab (Metz, 2004, S. 231). Lediglich das Jahr 1927 war von einem außergewöhnlich hohen Investitionswachstum geprägt. Auf Basis der Daten von Ritschl (2002, Tab. B.6) stiegen die preisbereinigten Bruttoanlageinvestitionen im Jahr 1927 um 21,5 Prozent an, im Jahr 1928 stagnierten sie, und im Jahr 1929 brachen sie bereits um fast 7 Prozent ein. Beim alleinigen Blick auf die Ausrüstungsinvestitionen waren die Jahre 1926 und 1927 von einer markanten Investitionstätigkeit geprägt – wobei hier vor allem von staatlicher Seite eine kräftige Investitionstätigkeit zu beobachten war. Betrachtet man ausschließlich die preisbereinigten Bruttoanlageinvestitionen des Unternehmenssektors, dann war nur das Jahr 1927 herausragend – in den Jahren 1926 und 1929 waren die Unternehmensinvestitionen rückläufig, im Jahr 1928 stagnierten sie mehr oder weniger.
- b. Die Investitionsquote weist in den Jahren 1925 bis 1929 deutliche Schwankungen auf (Abbildung 5). Im Jahr 1926 fielen die inländischen Bruttoinvestitionen auf Basis der Daten von Maddison (1992) von gut 18 auf knapp 12 Prozent des BSP zurück. Im Jahr 1927 stieg die Investitionsquote wieder auf knapp 21 Prozent an, bevor sie sich in den folgenden beiden Jahren wieder auf 13 Prozent zurückbildete. Abbildung 5 zeigt auch den starken Einbruch der Investitionsquote in Deutschland während der Großen Depression. Im Jahr 1932 belief sich der Anteil der Bruttoinvestitionen am BSP auf nur noch weniger als 2 Prozent. Die Investitionsquote – berechnet auf Basis der Daten von Ritschl (2002) – nimmt den gleichen Verlauf ein, allerdings mit deutlich weniger Schwankungen. Auch hier kam es 1927 zu einem Anstieg der Investitionsquote, allerdings nur von 13 auf 18 Prozent. Danach ging die Investitionsquote stetig zurück.

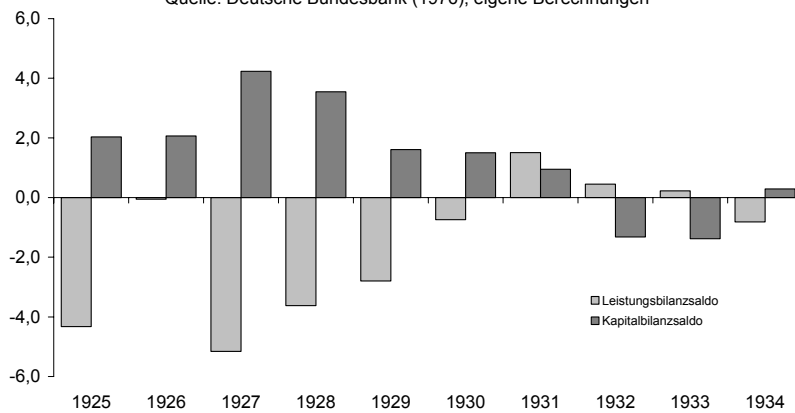
**Abb. 5: Sparen und Investieren in Deutschland**  
Bruttosparen, Bruttoinvestieren und deren Differenz in Prozent des BIP; Quellen:  
Maddison (1992); eigene Berechnungen



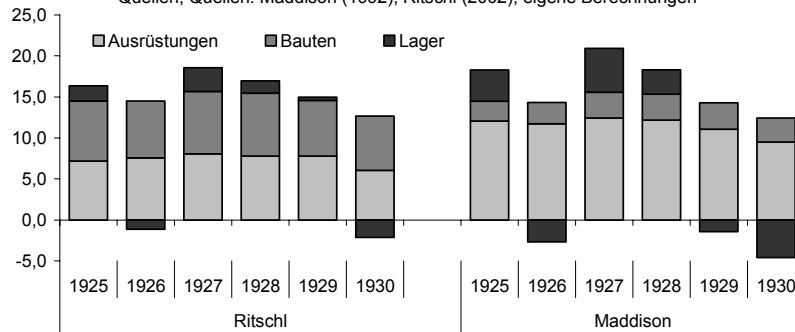
- c. Im Gegensatz zu den USA weist Deutschland – mit Ausnahme des Jahres 1926 – eine Sparlücke auf (siehe auch Abbildung 5). Die Sparquote lag auf Basis der Berechnungen von Maddison (1992) in den Jahren 1925, 1927 und 1928 im Durchschnitt um 2 ½ Prozentpunkte unter der Investitionsquote. Daten zur deutschen Zahlungsbilanz (Deutsche Bundesbank, 1976, S. 322, S. 328; Ritschl, 2002, Tab. B.4) zeigen ein Leistungsbilanzdefizit und einen spiegelbildlichen Kapitalbilanzüberschuss im Vorfeld der Großen Depression (Abbildung 6). Allerdings dürfte dieser Nettokapitalimport Deutschlands zu einem erheblichen Teil für die staatliche Haushaltsfinanzierung und weniger für realwirtschaftliche Investitionen verwendet worden sein (Ritschl, 2002). In der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre wies der deutsche Staat ein Finanzierungsdefizit auf.
- d. Auch die Investitionsstruktur in Deutschland unterlag keinen großen Änderungen (Abbildung 7). Die Daten von Maddison (1992) und Ritschl (2002, Tab. B.3) weisen insgesamt den gleichen Befund einer stabilen Investitionsstruktur auf, allerdings gibt es große Unterschiede in der Zusammensetzung der Anlageinvestitionen. Der Anteil der Ausrüstungsinvestitionen rangierte im Zeitraum 1925 bis 1929 gemäß Maddison in einem Bereich von 11,1 bis 12,4 Prozent des BSP. Bei Ritschl bewegen sich die Ausrüstungsinvestitionen im gleichen Zeitraum in einer Bandbreite von 7,2 bis 8 Prozent des BSP. Dabei lag der Spitzenwert jeweils im Jahr 1927. Der Anteil der Bauinvestitionen am BSP stieg in dieser Zeit auf Basis der Berech-

nungen von Maddison zwar kontinuierlich von 2,4 auf 3,2 Prozent an. Aber auch dies lässt auf keine markanten Überinvestitionen im Baubereich schließen. Auf Basis der Daten von Ritschl lag der Anteil der Bauinvestitionen in den Jahren 1927 und 1928 mit gut 7,5 Prozent um rund einen halben Prozentpunkt höher als im Durchschnitt der beiden vorhergehenden Jahre. Ein nicht tragfähiger Bauboom lässt sich daraus nicht ableiten. Haberler (1976, S. 229 ff.) widerspricht auch der These (basierend auf der Überinvestitionstheorie von Hayek), wonach es in Deutschland Fehlanpassungen der Produktionsstruktur und damit Überinvestitionen und eine Überexpansion der Investitionsgütersektoren im Vorfeld der Großen Depression gegeben habe.

**Abb. 6: Zahlungsbilanz in Deutschland**  
Salden der Leistungs- und Kapitalbilanz in Prozent des BSP;  
Quelle: Deutsche Bundesbank (1976); eigene Berechnungen



**Abb. 7: Struktur der Investitionen in Deutschland**  
Anteil der Investitionsarten am BIP in Prozent im Vergleich unterschiedlicher  
Quellen; Quellen: Maddison (1992); Ritschl (2002); eigene Berechnungen



Ritschl (2002, S. 85) greift in seiner Analyse eine These von Borchardt (1979) auf, wonach bei der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit während der Weimarer Republik ein starkes Vordringen der öffentlichen Investitionstätigkeit – zum Beispiel beim öffentlichen Wohnungsbau, den Investitionen von Bahn, Post und der halböffentlichen Versorgungswirtschaften – zu beobachten war. Im Gegensatz dazu kam es zu einer Vernachlässigung der Modernisierung des privatwirtschaftlichen Produktionsapparates.

## 5. Schlussbemerkung

Gemäß der hier vorgestellten Daten und Interpretationen war die Große Depression – zumindest in Deutschland und den USA – im Vorfeld nicht von einer übermäßigen realwirtschaftlichen Investitionstätigkeit im Inland gekennzeichnet. Die sogenannten „Goldenen Zwanziger Jahre“ waren demnach nicht von einer übermäßigen Investitionstätigkeit geprägt. Darauf hat mit Blick auf Deutschland bereits Borchardt (1979) hingewiesen, der für die Weimarer Republik eine allgemeine Investitionsschwäche diagnostiziert. Die Investitionstätigkeit war allerdings in den 1920er-Jahren starken Schwankungen unterworfen. Die Spekulationsblasen, beispielsweise am amerikanischen Aktienmarkt, die im Oktober 1929 zu platzen begannen, und die folgenden Bankenkrisen hatten keinen stark ausgeprägten realwirtschaftlichen Hintergrund. Die hier gewählten Indikatoren erlauben es nicht, von einer realwirtschaftlichen Überinvestition zu sprechen, die letztlich größere realwirtschaftliche Anpassungsprozesse zur Folge haben musste. Damit sind auch die in Abschnitt 2 aufgeführten Überinvestitionstheorien nicht anwendbar, um die immensen ökonomischen Verwerfungen während der Großen Depression zu erklären. Im Gegensatz zu einer monokausalen Erklärung müssen vielmehr mehrere Erklärungsansätze herangezogen werden.

Der Kapitalbilanzüberschuss und die Differenz von Investitions- und Sparquote könnten vorschnell als ein Beleg für eine Überinvestitionsphase in Deutschland in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre interpretiert werden. Neben der staatlichen Absorption der Kapitalzuflüsse – etwa zur Bedienung der Reparationszahlungen – kann diese Einschätzung auch aus folgender Erwägung kritisch hinterfragt und verworfen werden. Eine Überinvestition sollte zumindest für Deutschland auch vor dem Hintergrund der un stetigen wirtschaftlichen Entwicklung in der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg als mehr oder weniger unrealistisch bewertet werden. Maddison (1995, S. 66) weist darauf hin, dass in Westeuropa Mitte der 1920er-Jahre hinsichtlich des BSP das Vorkriegsniveau (1913) gerade erst wieder erreicht war. Erst in der zweiten Hälfte der 1920er-Jahre kam es zu einer Erholung, “which seemed to herald a return to “normalcy” and some recoupment of growth opportunities which had been frustrated by the horrors of war.”(Maddison, 1995, S. 68).



## References

- Barro, Robert J. / Grilli, Vittorio, 2003, Makroökonomie, 2. Aufl., München
- Bernanke, Ben S., 1995, The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No. 1, S. 1-28.
- Borchardt, Knut, 1979, Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Wirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre, in: Jahrbuch der Bayerischen Akademie der Wissenschaften, S. 85-132.
- Bordo, Michael D. / Filardo, Andrew, 2005, Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it?, in: Economic Policy, Oktober, S. 799-844.
- Brümmerhoff, Dieter, 2007, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, 8. Aufl. München.
- Deutsche Bundesbank, 1976, Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, Frankfurt am Main.
- Friedman, Milton / Schwartz, Anna, 1963, A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton.
- Gehrig, Gerhard, 1961, Eine Zeitreihe für den Sachkapitalbestand (1925 bis 1938 und 1950 bis 1957), in: IFO-Studien, Heft 1, S. 7-60.
- Gordon, Robert J., 2005, The 1920s and the 1990s in mutual reflection, NBER Working Paper, Nr. 11778, Cambridge MA.
- Grömling, Michael, 2005, Ways to interpret Turkey's current account, in: Inter-economics, Vol. 40, Nr. 4, S. 217-225.
- Haberler, Gottfried, 1937, Prosperity and Depression, Genf.
- Haberler, Gottfried, 1976, Die Weltwirtschaft und das internationale Währungssystem in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt am Main, S. 205-248.
- Hawtrey, Ralph, 1913, Good and bad trade: An inquiry into the causes of trade fluctuations, London.
- Hayek, Friedrich August von, 1932, Monetary Theory and the Trade Cycle, New York.
- Hicks, John R., 1937, Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation, in: Econometrica, Vol. 5, S. 147-159.
- Hoffmann, Walther, 1965, Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts, Berlin.
- Issing, Ottmar / Masuch, Klaus, 1989, Zur Frage der normativen Interpretation von Leistungsbilanzsalden, in: Kredit und Kapital, 22. Jg., S. 1-17.
- Keynes, John Maynard, 1936, The General Theory of Employment, Interest, and Money, New York.
- Kindleberger, Charles, 1973, The World in Depression 1929-1939, Berkeley/Los Angeles.
- Kydland, Finn E. / Prescott, Edward C., 1982, Time to build and aggregate fluctuations, in: Econometrica, Vol. 50, S. 1345-1370.
- Kuznets, Simon, 1961, Capital in the American Economy: Its Formation and Financing, Princeton

- Long, John B. / Plosser, Charles I., 1983, Real Business Cycles, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 91, S. 39-69.
- Maddison, Angus, 1992, A Long Run Perspective on Saving, in: *Scandinavian Journal of Economics*, June, S. 181-196.
- Maddison, Angus, 1995, *Monitoring the World Economy 1820-1992*, OECD Development Centre Studies, Paris.
- Maußner, Alfred, 1994, *Konjunkturtheorie*, Berlin u. a.
- Metz, Rainer, 2004, Konjunkturen im 19. und 20. Jahrhundert, in: Schultz, Günther et al. (Hrsg.), *Sozial- und Wirtschaftsgeschichte. Arbeitsgebiete – Probleme – Perspektiven*, Stuttgart, S. 217-248.
- Metzler, Lloyd A., 1941, The Nature and Stability of Inventory Cycles, in: *The Review of Economic Statistics*, Vol. 23, S. 100-129.
- Naggl, Walter, 1999, *Konjunktur*, Frankfurt am Main.
- Ritschl, Albrecht, 1994, Goldene Jahre? Zu den Investitionen in der Weimarer Republik, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- u. Sozialwissenschaften*, Band 114, S. 99-111.
- Ritschl, Albrecht, 2002, *Deutschlands Krise und Konjunktur 1924-1934*, Berlin.
- Romer, Christina D., 1993, The Nation in Depression, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, S. 19-39.
- Sachs, Jeffrey D. / Larrain B., Felipe, 1995, *Makroökonomik in globaler Sicht*, München/Wien.
- Samuelson, Paul A., 1939, Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration, in: *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 21, S. 75-78.
- Sandilands, Roger J., 2002, Great Depression, in: Snowdon, Brian / Vane, Howard R. (Hrsg.), *An Encyclopedia of Macroeconomics*, Cheltenham, UK / Northampton, MA, S. 300-307.
- Schumpeter, Joseph A., 1939, *Business Cycles. A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, Band I und II, New York/London.
- Sinai, Allen, 1976, Credit Crunches: An Analysis of the Postwar Experience, in: Eckstein, Otto (Hrsg.), *Parameters and Policies of the US Economy*, North-Holland, S. 244-74.
- Statistisches Bundesamt, 1972, *Bevölkerung und Wirtschaft 1872-1972*, herausgegeben anlässlich des 100jährigen Bestehens der zentralen amtlichen Statistik, Wiesbaden.
- Swanson, Joseph / Williamson, Samuel, 1972, Estimates of National Product and Income for the United States Economy, 1919-1941, in: *Explorations in Economic History*, Vol. 10, Nr. 1, S. 53-73.
- Temin, Peter, 1989, *Lessons from the Great Depression*, Cambridge MA.
- U.S. Bureau of the Census, 1975, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, Washington D.C.
- Vosgerau, Hans-Jürgen, 1978, Konjunkturtheorie, in: *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften*, Band 4, S. 478-507.
- Wicksell, Knut, 1898, *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Jena.
- Zarnowitz, Victor, 1985, Recent Work on Business Cycles in Historical Perspective: A Review of Theories and Evidence, in: *Journal of Economic Literature*, Vol. 23, S. 523-580.